

Vorträge, Reden und Berichte aus dem Europa-Institut

— Sektion Rechtswissenschaft —

Nr. 277

herausgegeben von

Professor Dr. Dr. Dr. h.c. Georg RESS und Professor Dr. Torsten STEIN

Dr. Bernd Fahrholz

Dresdner Bank AG,  
Frankfurt/Main

## Corporate Finance im europäischen Binnenmarkt — ausgewählte Rechtsprobleme —

Vortrag vor dem Europa-Institut der Universität des Saarlandes  
Saarbrücken, den 10. Juni 1992

1992 © Europa-Institut  
Universität des Saarlandes  
Nicht im Buchhandel erhältlich  
Abgabe gegen eine Schutzgebühr  
von 10,— DM

**Corporate Finance im europäischen Binnenmarkt  
- ausgewählte Rechtsprobleme -**

- A. Finanzdienstleistungen für Unternehmen im vereinten Europa
- B. Finanzierung von Unternehmensakquisitionen
  - I. Überblick über Akquisitionen in Europa
  - II. Finanzierung der Übernahmen durch Unternehmen des Mittelstandes
    - 1. Deutschland
    - 2. Frankreich
    - 3. Großbritannien
    - Zwischenresumé -
    - 4. Eigenkapitalverstärkung
      - (a) Kapitalbeteiligungsgesellschaften
      - (b) Going Public
- C. Börsennotierte Unternehmen
- D. Steuerrechtliche Aspekte bei der Unternehmensfinanzierung
- E. Europaweite Kooperationsstrategien im Corporate Finance

## **Corporate Finance im europäischen Binnenmarkt - ausgewählte Rechtsprobleme -**

### **A. Finanzdienstleistungen für Unternehmen im vereinten Europa**

Sehr verehrte Damen, meine Herren,

es ist eine große Ehre und Freude für mich, hier am Europa-Institut referieren zu dürfen. Wie der Ankündigung dieser Vortragsreihe zu entnehmen ist, liegt der Schwerpunkt der Thematik in der Entwicklung des europäischen Integrationsprozesses. Dabei soll auf Fragen der rechtlichen Integration fokussiert werden, der Aufgabenstellung der rechtswissenschaftlichen Sektion des Europa-Institutes folgend.

Vor diesem Hintergrund möchte ich mit meinem Beitrag heute abend ausgewählte Rechtsprobleme im Zusammenhang mit Corporate Finance-Aktivitäten im europäischen Binnenmarkt adressieren. Bevor ich zur Legitimation dieser Themenstellung konturierend auf den Begriff Corporate Finance-Aktivitäten eingehe, möchte ich zunächst meine Freude darüber zum Ausdruck bringen, daß ich heute Gelegenheit habe, juristische Fragen anzusprechen und mich hierbei sozusagen auf dem Felde zu bewegen, das ich bis vor sieben Jahren hauptberuflich "handwerklich" betrieben habe, nämlich die Juristerei mit Schwerpunkt auf dem Gesellschafts- und Steuerrecht. Nach meinem Studium der Rechtswissenschaften - vornehmlich in Hamburg - war ich vier Jahre als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Finanz- und Steuerrecht der Universität Hamburg bei Prof. Selmer tätig.

Danach habe ich in der Rechtsabteilung der Dresdner Bank über nahezu acht Jahre weitestgehend alle Aufgabenstellungen im Tätigkeitsfeld eines Bank-Juristen mitbearbeitet. Gerade in meiner Zeit als wissenschaftlicher Assistent an der Universität Hamburg war ich vielfach mit Fragestellungen befaßt, bei denen ich mir eine tiefere Kenntnis der jeweiligen komplexen Sachverhalte, wie sie sich insbesondere im täglichen Wirtschaftsleben ergeben, gewünscht hätte. Häufig hatte ich den Eindruck, daß die jeweiligen juristischen Aufgaben- und Fragestellungen noch wirtschaftslebensnaher hätten beantwortet werden können, wenn eine umfassendere Sachverhaltskenntnis gegeben wäre. Vor diesem Hintergrund möchte ich natürlich im folgenden gerade auch Sachverhalte ansprechen und juristisch würdigen, wie sie sich in meiner beruflichen Tagespraxis finden und damit möglicherweise Anregungen zur juristischen Diskussion aus dem Sachverhalt heraus, insbesondere bei grenzüberschreitenden Geschäften, geben. Hiermit möchte ich einen Beitrag leisten, den Gedankenaustausch zwischen der Theorie einerseits und der Praxis andererseits zu beiderseitigem Nutzen zu verbessern.

Bei der Themenstellung "Corporate Finance im europäischen Binnenmarkt - ausgewählte Rechtsprobleme" liegt es auf der Hand, daß der schillernde Begriff "Corporate Finance" zu präzisieren ist. Es ist nicht verwunderlich, daß der

aus der amerikanischen Begriffswelt stammende Terminus "Corporate Finance" inhaltlich nicht mit der wünschenswerten Präzision konkretisiert ist. Trotz aller definitorischen Schattierungen läßt sich allerdings im Kern sagen, daß unter Corporate Finance in der Bankenwelt, oder lassen Sie es mich internationaler formulieren, der Investment Banking Community darunter diejenigen Aktivitäten verstanden werden, bei denen es um Finanzdienstleistungen für die Unternehmen als Ganzes geht. Es handelt sich also um Transaktionen, die gesamtunternehmensbezogen sind, so daß die zur Anwendung kommenden Finanzierungen und Finanzierungstechniken weit über den klassischen, besicherten Bankkredit hinausgehen und auf die zukünftige Unternehmensentwicklung abstellen. Damit liegt es auf der Hand, daß Corporate-Finance-Dienstleistungen in der Regel sehr beratungsintensiv sind. In der Hauptsache lassen sich folgende Kernaktivitäten unter dem Begriff Corporate Finance subsumieren:

- Maßgeschneiderte Spezialfinanzierungen für Unternehmensakquisitionen. Hierbei geht es insbesondere um den einzelfallorientierten Einsatz von Fremdkapital-, Nachrang- und Eigenkapitalinstrumenten. Dies gilt sowohl für die Finanzierung von Großakquisitionen oder - um den amerikanischen Begriff zu verwenden - Megadeals, wie auch insbesondere, worauf ich maßgeblich nachfolgend noch eingehen werde, für die Übernahmefinanzierung mittelständischer Unternehmen. Dabei geht es in erster Linie um die Fragestellung, wie sich grenzüberschreitende Transaktionen trotz begrenzter Eigenkapitalausstattungen der Erwerber darstellen lassen. In diesem Nexus stellt sich die Frage, inwieweit die Akquisitionsfinanzierung gerade auch auf das Potential der "Zielgesellschaft", also des zu erwerbenden Unternehmens abgestellt werden kann, was schlagwortartig auch mit dem Begriff "Leveraged Buy Out" umschrieben wird;
- Eigenkapitalbereitstellung außerhalb der organisierten Kapitalmärkte, also der Börsen, für mittelständische Unternehmen zur Realisierung von Wachstumssprüngen oder großen Investitionsvorhaben;
- Kapitalmarkttransaktionen im Zusammenhang mit Großunternehmen, Going Public, also Kapitalbeschaffungsmaßnahmen wie Emissionen von Aktien, Schuldverschreibungen und zunehmend auch Commercial-Paper-Programmen wie anderen Finanzierungsinstrumenten;
- Projekt-/Objektfinanzierungen von großen Bauvorhaben oder Infrastrukturmaßnahmen ohne oder mit begrenzten Rückgriff auf die jeweiligen Projektinitiatoren. Beispielhaft sei hier angesprochen der Kanaltunnel, der Großbritannien und Frankreich verbinden wird. Aus meiner Tagespraxis kann ich berichten, was in der Öffentlichkeit auch bekannt ist, daß unser Haus derzeit Financial Adviser und damit Corporate Finance-Berater für den Neubau einer Raffinerie der Leuna-Werke ist. Es geht dabei um eine Investition, die von einem deutsch-französischen Konsortium mit maßgeblicher Beteiligung der französischen Elf Aquitaine-Gruppe geplant wird mit einem Volumen von deutlich über DM 5 Mrd. Bei Finanzierungen dieser Art liegt der Schwerpunkt darin, daß die erforderlichen Investitionsbeträge soweit wie möglich in der Besicherung auf den künftigen Cash flow abgestellt werden, weshalb man von einem Limited-Recourse oder unter besonderen Situationen von einem Non-Recourse-Kredit spricht.

- Mergers and Acquisitions-Aktivitäten, also die Beratung bei komplexen Unternehmensverkäufen bzw. Beteiligungen und deren Vermittlung.

Diese Dienstleistungen bieten wir in der Dresdner Bank-Gruppe im Rahmen eines Financial Engineering aus einer Hand sowohl im inländischen als auch - insbesondere durch die europäische Integration verstärkt - im grenz-überschreitenden Geschäft an. Organisatorisch haben wir dafür den Geschäftsbereich Corporate Finance/ Konsortialgeschäft geschaffen, den ich mitteile. Die bei den in Rede stehenden Transaktionen zu lösenden Fragen sind vielfältiger Natur, wobei die Zielsetzung selbstverständlich in der Optimierung der Finanzierungskosten liegt. Gerade dazu werden vielfach Konstruktionen initiiert im Sinne eines Financial Engineering, um den jeweiligen rechtlichen, insbesondere gesellschaftsrechtlichen wie auch steuerrechtlichen Erfordernissen Rechnung zu tragen. Juristische, insbesondere steuerrechtliche Fragen sind damit vielfach essentiell in unserem Corporate-Finance-Tagesgeschäft, insbesondere wegen der grenzüberschreitend unterschiedlich implizierten Rechtskreise.

Aus dem vorstehend breiten Spektrum von Tätigkeiten, die allgemein mit dem Begriff Corporate Finance assoziiert werden, lassen Sie mich, meine verehrten Damen, meine Herren, für den heutigen Abend zwei Bereiche herausgreifen, die nach meiner Einschätzung im Zuge der europäischen Integration, also insbesondere der weiteren Vernetzung der Märkte, von wachsendem Stellenwert sind. Dies sind zum einen und in der Hauptsache grenzüberschreitende Unternehmensakquisitionen (dazu unter B.), daneben kommt der steuerlichen Harmonisierung europaweit tätiger gerade auch mittelständischer Unternehmen, weiterhin maßgeblich Bedeutung zu (C.).

## **B. Finanzierung von Unternehmensakquisitionen**

### **I. Überblick über Akquisitionen in Europa**

Meine Damen, meine Herren,

mein Thema heute abend, nämlich Corporate Finance im europäischen Binnenmarkt - das ich, wie soeben dargelegt, mit der Setzung eines Schwerpunktes auf die Finanzierung von Unternehmensübernahmen und deren rechtlichen Hürden eingegrenzt habe - wäre sicherlich dann verfehlt, wenn es in der Praxis an nennenswerten Unternehmensübernahmen fehlte. Gerade das Gegenteil ist aber der Fall. Nationale und grenzüberschreitende Akquisitionsaktivitäten sind jedoch kein Phänomen, das durch die Entwicklung zur europäischen Union kurzfristig ausgelöst wurde.

Im Rahmen von Internationalisierungsstrategien und umfangreicher Diversifikationen haben deutsche und europäische Großunternehmen seit den 60iger Jahren im europäischen Ausland passende Unternehmen akquiriert. Neu an deren Aktivitäten unter dem Schlagwort Europa 1993 sind gezielte Zukäufe zur Arrondierung des Geschäftsfeldes, strategische Partnerschaften mit und ohne gegenseitige Beteiligung am Kapital sowie auch Verkäufe als Teil von Konzernrestrukturierung als Vorbereitung auf den unzweifelhaft härter wer-

denden Wettbewerb. Großunternehmen haben sich mithin als ein Teil ihrer weltweiten Strategie mit ihrer europäischen Positionierung befaßt. Aus den Sachzwängen heraus muß insbesondere die Großindustrie strategisch in globalen Dimensionen denken. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Automobilbranche, für die das Global Sourcing, also der weltweite Einkauf, zur Selbstverständlichkeit geworden ist oder alsbald werden wird. Dies wird wiederum den Druck auf die in der Regel national und mittelständisch strukturierten Automobilzulieferer verstärken, sich ebenfalls zumindest in europäischen Dimensionen zu positionieren. Hieraus ergibt sich der Zwang zu Unternehmensakquisitionen, da ein grenzüberschreitendes organisches Wachstum in der Regel zu zeitaufwendig ist.

Viel bemerkenswerter, meine Damen und Herren, ist die Entwicklung, die im europäischen Mittelstand von statten geht. Anders als für die Großunternehmen, für die 1993 keinen tiefen Einschnitt mehr bildet, sondern allenfalls der symbolische Startschuß für einen langfristigen europäischen Prozeß, bildet der 1. Januar 1993 - und bis dahin sind es nur noch 205 Tage - für den Mittelstand eine wesentliche Zäsur.

Der wirtschaftliche Großraum Europa mit mehr als 340 Mio. Verbrauchern allein in der EG läßt den national strukturierten Unternehmen keine Alternative als die, sich in europäischen Dimensionen zu positionieren. Daran ändert das Schlagwort von dem "Europa der Regionen" nichts. Dieser Begriff kennzeichnet mit Recht eine kulturelle Differenzierung in dem sich vereinigenden Europa, wird aber der wirtschaftlichen Vereinigung und Vernetzung nicht entgegenstehen.

Die Bedeutung des Mittelstandes gerade auch für Europa läßt sich anhand einiger Ziffern eindrucksvoll belegen. In Deutschland umfaßt der Mittelstand ca. 1,9 Mio Unternehmen, das sind von der Stückzahl her 99 % aller Unternehmen überhaupt mit mehr als 60 % der Erwerbstätigen - ohne den öffentlichen Dienst sogar 80 %. In Italien ist der Mittelstand mit 4 Mio Betrieben sogar stärker als in Deutschland. In Großbritannien handelt es sich um 2 Mio, in Frankreich immerhin um 1,7 Mio Unternehmen. Allein in den genannten Staaten addiert sich mithin eine Gesamtsumme von 13,5 Mio mittelständischer Betriebe, ohne Land- und Forstwirtschaft. Es liegt auf der Hand, daß ein Teil dieser Mittelständler gezwungen sein wird, ihre Betriebsgröße europäischen Dimensionen anzupassen und sich starke Partner zu sichern bzw. Brückenköpfe in den verschiedenen Regionen des europäischen Marktes zu erobern.

Als Beispiel aus meiner Praxis für die strategische Ausrichtung auf Europa möchte ich ein französisches Unternehmen erwähnen, das in der Elektro-Installations-Branche tätig ist und einen Umsatz von ca. DM 700 Mio p.a. erreicht mit ca. 3.800 Mitarbeitern. Dieses französische Unternehmen hat nunmehr eine Holding-Gesellschaft in Deutschland gegründet und beabsichtigt in den nächsten Jahren den Kauf von 4 bis 5 Unternehmen in Deutschland und dem benachbarten Ausland.

Vor diesem Hintergrund will ich im folgenden auf die Akquisitionen durch mittelständische Unternehmen eingehen. Hier bilden sich für die Übernahme der Unternehmen und deren Finanzierung in den wesentlichen europäischen Ländern Techniken heraus, die sich von den Übernahmen im Falle börsenno-

tierter größerer Unternehmen unterscheiden, worauf ich später eingehen werde.

## **II. Finanzierung der Übernahmen durch Unternehmen des Mittelstandes**

Wenden wir uns mithin zunächst und schwerpunktbildend den mittelständischen Unternehmen zu. Bei dem Erwerb von Unternehmen durch Mittelständler in Deutschland hat sich in den vergangenen Jahren verstärkt der Zwang gezeigt, Übernahmestrukturen zu finden, die es dem kaufenden Unternehmen ermöglichen, die Finanzierung teilweise auch auf das zu kaufende Unternehmen, also die Zielgesellschaft, abzustellen.

Dieses Erfordernis ergibt sich aus der teilweise unzureichenden Eigenkapitaldecke zahlreicher Mittelständler, denen eine hinreichende Innenfinanzierungskraft fehlt. Diese Entwicklung läßt sich *cum grano salis* auch in dem Nachbarland Frankreich und in Großbritannien feststellen.

Lassen Sie uns im folgenden in einem Systemvergleich die rechtlichen Rahmenbedingungen in den wesentlichen Märkten Deutschland, Frankreich und England untersuchen, mit dem Ziel festzustellen, ob sich für grenzüberschreitende Akquisitionen im Zuge der europäischen Integration Handlungsbedarf für die nationalen Gesetzgeber und/oder die EG ergeben.

### **1. Deutschland**

Bei dem Erwerb mittelständischen Unternehmens in Deutschland ist rechtsformabhängig zu trennen zwischen Kapitalgesellschaften und Personenhandelsgesellschaften. In den alten Bundesländern waren per Ende 1989 110.000 Kommanditgesellschaften in das Handelsregister eingetragen, davon 60.000 GmbH & Co. KGs sowie 376.000 GmbHs. Daneben sind 2.400 Aktiengesellschaften registriert, davon etwas mehr als 600 börsennotiert. Während bei dem Erwerb einer Kommanditgesellschaft die Interessen von Verkäufer und Käufer rechtskonstruktiv problemlos in Einklang gebracht werden können, wie ich später noch darlegen werde, ist hierzu bei der Übernahme eines Unternehmens in der Rechtsform einer GmbH ein komplexeres Vorgehen erforderlich, was sich aus folgenden Überlegungen ergibt.

Grundsätzlich kann der Erwerb des Unternehmens einer Kapitalgesellschaft sowohl in der Form des Kaufes der GmbH-Geschäftsanteile (Share Deal) erfolgen, als auch über den Kauf der Aktiva und Passiva (Asset Deal) im Wege der Einzelrechtsnachfolge.

Die Verkäuferseite wird es jedoch in der Regel ablehnen, das Unternehmen im Wege eines Asset Deals zu veräußern, vorausgesetzt die Anteile sind nicht Teil eines Betriebsvermögens. Die Begründung liegt allein im geltenden deutschen Ertragsteuerrecht. Beim Verkauf im Wege eines Asset Deals müßte nämlich der Veräußerungsgewinn voll versteuert werden. Ganz anders liegen die Dinge indessen bei der Veräußerung der GmbH-Geschäftsanteile.



Die GmbH-Geschäftsanteile deutscher mittelständischer Unternehmen sind vielfach verteilt auf mindestens vier Mitglieder der Eigentümerfamilie, die jeweils maximal 25 % der GmbH-Geschäftsanteile halten. Dies hat zur Folge daß der Gewinn aus der Veräußerung der Anteile - bei Erfüllung üblicherweise vorliegender weiterer Voraussetzungen - steuerfrei vereinnahmt werden kann. Hält der einzelne Gesellschafter mehr als 25 % der GmbH-Geschäftsanteile, kann er immer noch in den Genuß der bekannten Regelung nach § 34 Einkommensteuergesetz kommen, bei der bis zu einem Veräußerungsgewinn von DM 30 Mio lediglich der halbe persönliche Steuersatz angesetzt wird, also vereinfachend gesprochen, anstelle eines Spitzensteuersatzes von 53 % lediglich 26,5 % Ertragsteuerbelastung unterliegt.

Und nun zur Seite des Käufers. Erwirbt der Käufer die GmbH-Geschäftsanteile, wie es den Interessen des Verkäufers entspricht, dann hat er diese Beteiligung zu den Anschaffungskosten zu aktivieren. Eine Abschreibung auf die Anteile ist nicht möglich, es sei denn, das gekaufte Unternehmen entwickelt sich nachhaltig negativ. Der Erwerber wird jedoch bestrebt sein, durch Allokation der Anschaffungskosten auf abschreibungsfähige Vermögensgegenstände Abschreibungen zu generieren, die seinen zu versteuernden Gewinn reduzieren. Mit Blick auf diese Interessenlage hat sich in Deutschland in der Praxis das sogenannte zweistufige Übernahmeverfahren oder auch kombinierter Share/Asset Deal herausgebildet.

Strukturdeterminierend ist, daß der Verkäufer eine neue Kapitalgesellschaft, regelmäßig in der Rechtsform der GmbH, gründet, die vielfach als New Company oder kurz NewCo bezeichnet wird. Diese NewCo erwirbt im ersten Schritt 100 % der GmbH-Geschäftsanteile der Zielgesellschaft. Im nächsten Schritt schüttet die Zielgesellschaft - sofern vorhanden - ihre mit dem Thesaurierungssatz versteuerten Gewinnrücklagen, sogenanntes EK 50/EK 56 an die NewCo aus. Die Dividenden werden bei der NewCo durch eine ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung körperschaftsteuerneutral vereinnahmt. Diese Teilwertabschreibung reduziert den nunmehr um die Gewinnrücklagen einschließlich der damit verbundendem Anrechnungsguthaben wertgeminderten Beteiligungsansatz. Dies hat zur Folge, daß die NewCo einen Anspruch gegen das Finanzamt auf die in der Vergangenheit bei der Gewinnthesaurierung bereits gezahlten Körperschaftsteuern hat. Dieser Vorgang wird häufig auch als "Entsteuerung" bezeichnet.

Im nächsten Schritt erwirbt die NewCo von der Zielgesellschaft deren Aktiva - unter Anrechnung der Verbindlichkeiten - zu deren Teilwerten, d.h. den Buchwerten zuzüglich der bei der Akquisition der Anteile mitbezahlten latenten stillen Reserven. Der Gegenwert dieser stillen Reserven wird im Rahmen der Teilwerte auf die einzelnen Vermögensgegenstände allokiert und zukünftig entsprechend der jeweiligen Nutzungsdauer abgeschrieben. Der nicht auf Vermögensgegenstände allozierbare Teil wird als Firmenwert aktiviert und über 15 Jahre abgeschrieben. Diese Vorgehensweise wird allgemein als Hochschreibung oder "Step-up" beschrieben. Der bei dieser Hochschreibung in der Zielgesellschaft erzielte Veräußerungsgewinn wird als Dividende an die NewCo ausgeschüttet. Diese kann wiederum in Höhe der zufließenden Bruttodividende eine ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung vornehmen, wodurch auch der Vorgang der Hochschreibung körperschaftsteuerlich neutral gestaltet werden kann.

Diese ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung wird jedoch gewerbeertragsteuerlich nicht anerkannt. Die 1988 neu eingeführte Vorschrift des § 8 Nr. 10 GewStG erkennt Teilwertabschreibungen dann nicht an, wenn der Ansatz des niederen Teilwertes auf Gewinnausschüttungen zurückzuführen ist und die Gewinnausschüttung bei der Erwerbergesellschaft unter das gewerbesteuerliche Schachtelprivileg fällt. Die Praxis versucht sich dadurch zu helfen, daß vor Transaktion eine gewerbesteuerliche Organschaft zwischen NewCo und Zielgesellschaft hergestellt wird mit der Folge, daß die ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung zu einer "abführungsbedingten" wird. Die Rechtslage ist indessen noch ungeklärt, ein Rechtsstreit beim Bundesfinanzhof hierzu ist anhängig.

Dieses Verfahren kann erhebliche AfA, sogenannte Step up-AfA generieren. Dadurch wird Abschreibungsliquidität geschaffen, die wiederum den Cash flow erhöht und damit zu einer rascheren Rückführung der Akquisitionsdarlehen führt. Hierdurch werden letztendlich Erträge körperschaftsteuerlich "geschützt" mit der Folge, daß insoweit die Darlehen aus nicht versteuerten Erträgen partiell getilgt werden können.

Als weiteres Strukturierungsziel wird beim kombinierten Share/Asset Deal erreicht, daß die zum Erwerb aufgenommenen Kredite letztendlich an die operative Gesellschaft vergeben werden und diese die darauf entfallenden Zinsen im Rahmen der üblichen Grenzen - Stichwort Dauerschuldenproblematik bei der Gewerbesteuer - steuerlich geltend machen kann.

Das zweistufige Modell ist auch geeignet, dem rechtlichen Problem der Einlagenrückgewähr (§§ 30,31 GmbHG, 57,62 AktG) wirkungsvoll zu begegnen. Im Kern geht es um folgende Problematik: Die NewCo nimmt zum Erwerb der GmbH-Geschäftsanteile Darlehen auf. Zur Besicherung dieser Darlehen kann sie die GmbH-Geschäftsanteile der Zielgesellschaft an das Kreditinstitut verpfänden. Der Kreditgeber wird insbesondere dann, wenn der Kredit im Verhältnis zum Akquisitionsvolumen sehr hoch ist, ein hohes Interesse daran haben, ein Sicherungsrecht, in der Regel ein Pfandrecht, auch an den einzelnen Aktiva der Zielgesellschaft zu erhalten, insbesondere wenn es sich um Grundstücke handelt. Die Zielgesellschaft kann indessen Sicherungsrechte an ihrem Gesellschaftsvermögen für Verbindlichkeiten der NewCo nicht bestellen, falls dadurch das zur Erhaltung des Stammkapitals der GmbH erforderliche Vermögen gefährdet wäre. Dies ist dann der Fall, wenn der Rückgriffsanspruch der Zielgesellschaft aus der Bürgschaftsbestellung für das Kreditinstitut gegenüber ihrer Muttergesellschaft nicht werthaltig ist.

Dieses Problem wird zwanglos durch das Zweistufenmodell gelöst, bei dem nach Abschluß der Umstrukturierung die Aktiva der ehemaligen Zielgesellschaft, insbesondere die "Hard Assets" - wie sie im Fachjargon bezeichnet werden - also etwa Grundstücke, und die Kredite in ein und derselben Unternehmung angesiedelt sind.

Der Erwerb einer Kommanditgesellschaft, in der Regel einer GmbH & Co. KG, stellt sich weniger komplex dar. Der Käufer muß sich zunächst entscheiden, ob er die Gesellschaft zukünftig in der Form der Kapitalgesellschaft führen oder bei der Personengesellschaft bleiben will. Im ersten Fall bietet sich das

sogenannte Anwachsungsmodell an, auf das ich hier nicht näher einzugehen brauche.

Üblicherweise wird die NewCo die Kommanditanteile erwerben. In diesem Falle werden die Hochschreibungsbeträge, die sich aus den regelmäßig miterworbenen stillen Reserven oder zu entgeltenden zukünftigen Erträgen ergeben, in einer Ergänzungsbilanz der NewCo erfaßt und abgeschrieben. Damit ist das Ziel, nämlich Step-up-AfA zu generieren, erreicht. Die Ergänzungsbilanz hat darüber hinaus den "psychologischen" Vorteil, daß die Handelsbilanz nicht durch das zusätzliche AfA-Volumen und die Fremdverschuldung belastet wird, d.h. die Verschuldung wird nach außen nicht sichtbar.

Der Verkäufer erreicht seine steuerlichen Ziele durch die Veräußerung der Kommanditanteile (§ 16,17 in Verbindung mit § 34 EStG).

Die vorgestellten Transaktionsstrukturen sind in Deutschland gerade auch für Management Buy Outs entwickelt worden. Bei dem MBO erwirbt eine in dem Unternehmen tätige angestellte Führungskraft die Geschäftsanteile des Unternehmens. Hierzu ist zwingend die Gründung einer NewCo erforderlich, und zwar in der Hauptsache aus zwei Gründen. Zum einen muß der Manager in der Regel den Erwerb der Geschäftsanteile an der NewCo über Darlehen refinanzieren. Die Schuldzinsen auf diese Darlehen wären, wenn der Manager die GmbH-Geschäftsanteile der Zielgesellschaft direkt kaufen würde, steuerlich nicht abzugsfähig. Darüber hinaus ist es in der Praxis so, daß der Manager im Rahmen eines MBO das in der Regel geringe Eigenkapital im Verhältnis zum Fremdkapital allein aufzubringen nicht in der Lage sein wird.

Er wird daher vielfach die Eigenkapitalposition dadurch verstärken, daß sich eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft ebenfalls an dem Eigenkapital beteiligt. Hierzu wird eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft natürlich nur dann bereit sein, wenn sie sich an einer Kapitalgesellschaft, also der NewCo, beteiligen kann und nicht einer natürlichen Person, dem Manager, Mittel zur Verfügung stellt. Gerade die Beteiligung von Managern wird im Rahmen der europäischen Integration weiterhin nach meiner Einschätzung von Bedeutung sein, wenn, worauf ich noch eingehen werde, Mittelständler aus dem einen Land Unternehmen in einem anderen EG-Staat übernehmen werden. In diesen Fällen wird es zur betrieblichen Führung dringend empfehlenswert sein, das in der Zielgesellschaft durch das dortige Management getragene Know how zu erhalten.

In diesem Nexus ist ein Problem anzusprechen, das zunehmend an Bedeutung gewinnt, nämlich die Begrenzungen aus § 32a GmbHG mit der Vorschrift über kapitalersetzende Gesellschafterdarlehen. Die Praxis zeigt zunehmend, daß sich Mittelständler in Deutschland zur Finanzierung von Akquisitionen wegen unzureichender Verschuldungskapazitäten nicht nur auf Kredite stützen können, die besichert werden müssen, sondern darüber hinaus Eigenkapital neu schaffen müssen. Insoweit empfiehlt es sich vielfach, daß das kaufende Unternehmen sich an einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft wendet und sie einlädt, risikotragendes Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, sei es durch die Teilnahme an Erhöhungen des Kapitals oder sei es durch die Zurverfügungstellung von sogenannten Mezzanine-Kapital, d.h. Nachrangkapital regelmäßig in der Form stiller Beteiligungen, seien sie atypi-

sch oder typisch. Kapitalbeteiligungsgesellschaften haben für den Unternehmer den Vorteil, daß sie sich als Finanzpartner auf Zeit begreifen, also keine industriellen Interessen haben. Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind daher stets bereit, dem Mittelständler die Kapitalbeteiligung, die auf Zeit eingegangen wird, zu einem späteren Zeitpunkt zu bestimmten Konditionen zurückzugeben. Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden vielfach von Banken getragen. Bei den beiden größten Kapitalbeteiligungsgesellschaften handelt es sich um die Tochtergesellschaften der beiden größten Geschäftsbanken. Die Beteiligungsgesellschaft für die deutsche Wirtschaft etwa ist eine Tochter der Dresdner Bank AG. Sie stellt ca. DM 500 Mio risikotragendes Kapital Mittelständlern in mehr als 100 Beteiligungen zur Verfügung.

Die Rechtsproblematik des § 32a GmbHG besteht nun darin, daß Darlehen, die in eine Gesellschaft von der Dresdner Bank AG als Kreditinstitut gegeben werden, an der die Beteiligungsgesellschaft für die deutsche Wirtschaft als Tochtergesellschaft der Dresdner Bank AG beteiligt ist, kapitalersetzend wirken. Folge ist, daß im Vergleich oder Konkurs des jeweiligen Unternehmens die Kredite der Dresdner Bank AG den Einlagen auf das Stammkapital gleichgestellt werden, wenn sie zu einem Zeitpunkt gewährt worden sind oder stehen gelassen worden sind, in dem bei einer Betrachtung ex post anstelle der Kredite Eigenkapital hätte zugeführt werden müssen.

Demnach müßte die Dresdner Bank AG als Kreditgeberin in einem krisenhaften Zustand, also gerade dann, wenn Ruhe erforderlich ist, "rechtzeitig" eine Kreditkündigung aussprechen, um nicht beim § 32a GmbHG getroffen zu werden. Damit wird die Finanzierung von Akquisitionen in Deutschland für eigenkapitalschwächere Investoren wesentlich erschwert. Dieses Handicap zeigt sich insbesondere, das sei am Rande bemerkt, in den neuen Bundesländern.

Damit ist in der gebotenen Kürze die Strukturierung der Unternehmensübernahme durch Mittelständler angesprochen ebenso wie die wesentlichen Rechtsprobleme in Deutschland.

## **2. Frankreich**

Werfen wir einen Blick über die - von Saarbrücken aus nur einen Steinwurf entfernte - Grenze in unser Nachbarland Frankreich.

Bis in die zweite Hälfte der 80iger Jahre stand dem Erwerb eines Unternehmens in Frankreich ein erhebliches steuerliches Hemmnis entgegen. Steuerlich war es nicht möglich, die Zinsbelastung des erwerbenden Unternehmens aus der Fremdfinanzierung des Kaufpreises für die Zielgesellschaft unmittelbar mit dem steuerlichen Ergebnis der Zielgesellschaft selbst zu verrechnen. Es gab lediglich die Möglichkeit, daß die Steuergutschrift auf die Dividendenzahlung der Zielgesellschaft in die Steuerrechnung der Muttergesellschaft einfloß. Dadurch waren Verluste mithin nicht berücksichtigungsfähig.

Diese Barriere ist erst in 1988 mit Schaffung der "Integration Fiscale" abgeschafft worden, mit der - ähnlich der deutschen Organschaft - die steuerliche Konsolidierung erreicht wurde und damit die angesprochene doppelte Besteuerung aufgehoben worden ist. Damit können im wirtschaftlichen Ergebnis die Zinszahlungen des kaufenden Unternehmens, die auf die Akquisitionsdar-

lehen entfallen, unmittelbar im Rahmen der Steuerkonsolidierung mit den Gewinnen der Zielgesellschaft kompensiert werden.

Mit dieser steuerlichen Regelung werden aber nicht die Ziele erreicht, die bei Unternehmensakquisitionen weiter anstrebbar sind, nämlich insbesondere die Generierung zusätzlichen Abschreibungspotentials, die Nutzbarmachung des gesamten Cash flows der Zielgesellschaft für die Tilgung der Kredite sowie die Verwendung der einzelnen Aktiva der Zielgesellschaft für die Besicherung der aufgenommenen Akquisitionsdarlehen durch die erwerbende Gesellschaft. Hierzu ist in Frankreich wie folgt zu differenzieren:

Die einzelnen Aktiva der Zielgesellschaft für Besicherungszwecke der Kreditgeber des kaufenden Unternehmens können ebenso wie in Deutschland nicht verwandt werden. Auch in Frankreich gilt der strenge Grundsatz des Verbotes der Einlagenrückgewährung. Artikel 217/9 Gesetz Nr. 66/537 über Handelsgesellschaften verbietet die Gewährung finanzieller Unterstützung jeglicher Art einer Gesellschaft für den Kauf ihrer eigenen Anteile.

Dieses für die Finanzierung der Akquisition in der Regel wesentliche Hemmnis ist allerdings ähnlich der Regelung in Deutschland dadurch überwindbar, daß das kaufende Unternehmen mit der Zielgesellschaft fusioniert wird. Voraussetzung für die Fusion ist eine dahingehende Entscheidung der Unternehmensleitung und ein Anteil von mindestens 95 %. Ein gewichtiger Nachteil der Fusion ist allerdings, daß - ähnlich der deutschen Regelung - die Gläubiger der Zielgesellschaft binnen 30 Tagen die Stellung von Sicherheiten oder die Zurückzahlung ihrer Forderungen verlangen können (Art. 381 des Gesetzes vom 24.7.66). Sofern das kaufende Unternehmen selbst aktiv tätig ist und aus operativen Gründen die Fusion nicht gewünscht wird, wird daher auch in Frankreich der Weg gegangen, eine NewCo zu gründen als Erwerbsgesellschaft, deren einziger Geschäftszweck es ist, sich in einem nächsten Schritt mit der Zielgesellschaft zu fusionieren. Ansonsten besteht auch in Frankreich allein die Möglichkeit, daß die erwerbende Gesellschaft ihre Anteile an der Zielgesellschaft verpfändet.

Cash flow-Steigerung durch Step up-AfA ist ebenfalls dann - aber nur dann - möglich, wenn die Erwerbsgesellschaft und die Zielgesellschaft fusionieren. Auch in diesem Falle steht erst der gesamte Cash flow der Zielgesellschaft für die Verzinsung und Tilgung der Fremdfinanzierung der Erwerbsgesellschaft zur Verfügung.

Problematisch bei der Fusion ist aber, daß sie in der Praxis nicht zeitnah mit dem Erwerb des Unternehmens der Zielgesellschaft verbunden sein kann, weil die Finanzbehörden ansonsten die Auffassung vertreten könnten, es liege eine Steuerumgehung vor.

Neben der "Integration Fiscale" hat der französische Gesetzgeber bereits 1984 eine spezifische MBO-Gesetzgebung (R.E.S.) erlassen. Auslöser war der Umstand, daß viele mittelständische Unternehmen vor dem Generationswechsel standen und auch noch stehen und dem Management besondere Anreize dafür gegeben werden sollten, diese Unternehmen zu übernehmen. Die Gesetzgebung hat zu dem deutlichen Aufschwung von Management Buy Outs in Frankreich erheblich beigetragen. Es ist im Rahmen dieses Beitrages allerdings nicht erforderlich hierauf näher einzugehen, weil zentrale Voraus-

setzung für die Anwendung der R.E.S.-Gesetzgebung der Umstand ist, daß das Management die Mehrheit der Geschäftsanteile des Unternehmens hält was zur Folge hat, daß die R.E.S.-Gesetzgebung in der Regel bei kleineren Unternehmen greift. Gerade diese Unternehmen werden aber im vorliegenden Zusammenhang der Untersuchung grenzüberschreitender Akquisitionen im Rahmen der europäischen Integration nicht von Bedeutung sein. Sofern das Management lediglich Minderheitsgesellschafter ist, und damit vornehmlich als Zielgesellschaft für akquisitionsbereiche Unternehmen in Betracht kommt, greift die Integration Fiscale.

Eine der deutschen Regelung des § 32a GmbHG entsprechende Regelung gibt es in Frankreich nicht.

### **3. Großbritannien**

Auch in Großbritannien hat der Gesetzgeber Anreize zur Durchführung von Leveraged Buy Outs geschaffen. Diese Anreize sind allerdings mehr gesellschaftsrechtlicher als steuerrechtlicher Natur. Wie in Frankreich sind auf den Britischen Inseln allein Kapitalgesellschaften für die Betrachtungen interessant, da von 10 Unternehmen 9 in der Rechtsform der Public Company Limited by Shares (plc) oder Private Company Limited by Shares (Ltd.) geführt werden.

Wie auf dem Kontinent dominiert im Königreich der share deal, da der asset deal den Verkäufer steuerlich benachteiligt. Prüft man nun die Gestaltungsmöglichkeiten in Großbritannien hinsichtlich der wünschenswerten Strukturierungsziele beim Anteilserwerb, so ist festzustellen, daß es für den Fall des Leveraged Buy-Outs bei Ltd's (nicht bei plc's) Regelungen gibt, die die parallel zur deutschen Einlagenrückgewähr bestehende Regelung in Ausnahmefällen außer Kraft setzt. Dieser Ausnahmetatbestand ist gegeben, wenn das Nettovermögen der Gesellschaft dadurch nicht reduziert wird, eine Dreiviertelmehrheit der Gesellschafterversammlung (bei Beteiligungen kleiner 100%) zustimmt. Die Manager der Zielgesellschaft müssen eine eidesstattliche Erklärung über Inhalt und Folgen der Finanztransaktion abgeben und garantieren, daß die Zahlungsfähigkeit der Zielgesellschaft nach Gewährung der finanziellen Unterstützung während eines Zeitraums von 12 Monaten gesichert ist. Diese Erklärung muß durch einen Wirtschaftsprüfer bestätigt werden. Für einen industriellen Erwerber dürfte es schwierig sein, das Management der Zielgesellschaft zu einer Erklärung über die Zahlungsfähigkeit zu bewegen. Insofern besteht für den deutschen Mittelständler, der auf der Insel ein Unternehmen erwerben will, die Möglichkeit zur Vermeidung der Einlagenrückgewährproblematik nur eingeschränkt.

Die Erreichung der Strukturierungsziele Nutzbarmachung Aktiva für Versicherungspotential und Nutzung Gesamt-Cash-Flow für Tilgung kann in Großbritannien durch das steuerfreie Verschieben von Vermögensgegenständen in einem Konzern (im Inland) gemäß Section 273 Taxes Act 1970 dargestellt werden.

Nachteilig an der britischen Regelung ist allerdings, daß bei einem dem share deal nachfolgendem asset deal keine Hochschreibung der Vermögensgegenstände und damit keine Generierung von step up-Afa möglich ist.

Die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinsen auf die zum Erwerb aufgenommenen Kredite ist sowohl auf der Ebene der Zielgesellschaft als auch für eventuell durch die Manager aufgenommenen Kredite gegeben (sofern dieser mindestens 5% der Anteile hält). Beträgt der Anteil der NewCo an der Zielgesellschaft mindestens 75 % werden beide Kapitalgesellschaften steuerlich als sogenannte Group of Companies angesehen und können damit Verluste aus gewerblicher Tätigkeit gegenseitig ausgleichen (group relief).

Ein Äquivalent zu dem Prinzip der eigenkapitalersetzenden Darlehen (§ 32a GmbHG) gibt es auch in Großbritannien nicht.

### Zwischenresumé

Wie ich bereits angedeutet habe, sind die Transaktionsstrukturen von Akquisitionen insbesondere bei dem Erwerb mittelständischer Betriebe durch industrielle Investoren und/oder das bestehende Management national geprägt. Trotz der zweifellos bestehenden Unterschiede von Land zu Land, fällt jedoch auf, daß die Strukturdeterminanten (Steuervergünstigungen, gesellschaftsrechtliche Regelungen) ähnlich sind und grundsätzlich auf gleichen Wertentscheidungen der Gesetzgeber basieren:

- Der Kapitalerhaltungsgrundsatz wird in allen betrachteten Ländern betont. Die Aufhebung der Einlagenrückgewähr in genau spezifizierten Buy-Out Fällen kann allerdings eine sinnvolle Regelung sein, um den Besicherungserfordernissen der Banken bei highly leveraged transactions Rechnung zu tragen.
- Die Abzugsfähigkeit der Zinsen aus der Fremdfinanzierung ist in allen Ländern entweder durch der deutschen Organschaft ähnliche Regelungen oder die Zusammenführung von Kredit und operativer Ertragskraft in der gleichen Unternehmenseinheit gegeben.
- Durch Einführung gezielter steuerlicher Anreize (z.B. Generierung von Abschreibungsliquidität durch Hochschreibung von Vermögensgegenständen) kann der Buy-Out Markt gefördert werden und zu der strukturalpolitisch erwünschten Stärkung des Mittelstandes führen.
- Eine Besonderheit stellt die Regelung für eigenkapitalersetzende Darlehen in Deutschland dar. Sie behindert die Finanzierbarkeit von Akquisitionen. Zumindest sollte überlegt werden, für spezifizierte Akquisitionsfälle eine Karenzfrist entsprechend der Regelung des § 25 UBGG einzuführen.

Eine Harmonisierung oder gar die Schaffung grenzüberschreitender Regelungen ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht geboten, da insbesondere die noch bestehenden Unterschiede in den Steuersystemen derzeit schwer überbrückbar erscheinen und ein grenzüberschreitender quellensteuerfreier Transfer von Dividenden nach der endgültigen Umsetzung der Mutter-Tochter-Richtlinie - darauf werde ich später eingehen - kein Problem mehr darstellt. Ein Mittelständler, der im europäischen Ausland mit oder ohne Beteiligung des lokalen Managements investieren will, kann dies unter der Ausnutzung der nationalen Regelungen jederzeit tun. Investitionsbeschränkungen existieren - mit

der Ausnahme einiger Branchen mit "nationaler Bedeutung" in Frankreich - nicht.

#### **4. Eigenkapitalverstärkung**

Nachdem festgestellt werden konnte, daß die rechtstechnischen Voraussetzungen für grenzüberschreitende Akquisitionen des europäischen Mittelstandes unter weitgehender Einbindung der jeweiligen Zielgesellschaften in die Finanzierung im wesentlichen geschaffen sind, stellt sich mit Blick darauf, daß die Eigenkapitalausstattung der europäischen mittelständischen Unternehmen vielfach begrenzt ist die Frage, wie für Wachstumsakquisitionen die Eigenkapitalbasis verstärkt werden kann. Hierzu ist zunächst risikotragendes Eigenkapital von privaten institutionellen Investoren anzusprechen (a), so dann die organisierten Kapitalmärkte, also die Börsen (b).

##### **(a) Kapitalbeteiligungsgesellschaften**

Ich habe bereits für den nationalen deutschen Markt angesprochen, daß Kapitalbeteiligungsgesellschaften zum Geschäftsgegenstand haben, in wachstumsorientierte mittelständische Unternehmen als Finanzpartner auf Zeit mit risikotragendem Kapital zu investieren. Die Interessen der industriellen Führer und der Kapitalbeteiligungsgesellschaften laufen dabei insoweit kongenial, als die industriellen Anteilseigner die Möglichkeit haben, die von den Finanzpartnern gehaltenen Geschäftsanteile nach Ablauf eines zuvor definierten Zeitraumes zurückzukaufen und andererseits die Kapitalbeteiligungsgesellschaften die Chance haben, an den Wertsteigerungen des Unternehmens über den späteren Verkaufspreis (Exit-Preis) mit im Einzelfall auch erheblichen Renditen zu partizipieren, womit natürlich auch ein erhebliches Risiko des Finanzinvestores verbunden ist.

Der deutsche Gesetzgeber hat die Notwendigkeit für die Bereitstellung risikotragenden Eigenkapitals in diesen Fällen erkannt und 1986 das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) verabschiedet. Nach diesem Gesetz können sich Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft gründen mit dem Geschäftszweck, bei nicht börsennotierten Unternehmen ins Eigenkapital zu investieren. Das Gesetz gewährt dabei insbesondere steuerliche Vorteile, auf die ich hier nicht näher einzugehen brauche. Die Eigenmittel der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften werden von Finanzinvestoren, in der Regel Kapitalsammelstellen wie Banken und Versicherungen, zunächst zur Verfügung gestellt. Nach Ablauf von sieben Jahren nach der Gründung der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft in der Rechtsform der AG müssen die Aktien an der Börse placiert werden mit der Folge, daß die Beteiligungsunternehmen, in welche die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften investieren, damit letztlich mittelbar einen Zugang zur Börse haben. Neben diesen Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nach dem Unternehmensbeteiligungsgesellschaftengesetz bestehen eine Vielzahl von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die in mittelständische Unternehmen investieren. Das Kapital dieser Kapitalbeteiligungsgesellschaften wird von privaten, wiederum vielfach Kapitalsammelstellen zur Verfügung gestellt. Der Markt in Deutschland beläuft sich auf mittlerweile immerhin DM 4 Mrd. Dies ist ein allerdings eher geringer Be-



trag im Verhältnis zu Frankreich, in dem privates Wagniskapital in Höhe von über 30 Mrd. Francs zur Verfügung gestellt wird (mehr als DM 10 Mrd.) .

Der weitaus größte Markt hat sich in Großbritannien etabliert mit einem Volumen im Gegenwert von DM 30 Mrd.

Diese bisher wesentlich national operierenden Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden, das zeichnet sich ab, zunehmend auch grenzüberschreitend investieren. Es liegt nämlich auf der Hand, daß den Mittelständlern, die grenzüberschreitend in Europa Unternehmensakquisitionen vornehmen, risikotragende Eigenmittel zur Verfügung gestellt werden müssen. Ich gehe davon aus, daß sich in den kommenden Jahren verstärkt Kapitalbeteiligungsgesellschaften oder auch Fonds gründen werden, die nach ihren Investmentbestimmungen darauf ausgerichtet sein werden, schwerpunktmäßig in mehreren europäischen Ländern zu investieren, gleichsam also zu Pan-europäischen Fonds werden. Bereits jetzt suchen die jeweils führenden nationalen Fonds oder Kapitalbeteiligungsgesellschaften Co-Investments in Industrieunternehmen in Drittländern, an denen sich eine jeweils nationale Kapitalbeteiligungsgesellschaft bereits beteiligt hat. Durch dieses Co-Investment über die Grenze sucht der Co-Investor Expertise in dem schwierigen Geschäft in dem jeweiligen Drittinvestitionsland zu sammeln.

Ich bin daher zuversichtlich, daß die Kapitalbeteiligungsgesellschaften den mittelständischen europäischen Unternehmen verstärkt über die Grenzen folgen werden und damit in nicht unerheblichem Umfange risikotragendes Eigenkapital für grenzüberschreitende Akquisitionen zur Verfügung stehen wird, natürlich nur, wenn die Akquisition selbst erfolg- und damit renditeverprechend ist.

### **(b) Going Public**

Größere mittelständische Unternehmen werden bei ihrem weiteren Wachstum den Weg an die Börse suchen. In den Fällen, in denen Kapitalbeteiligungsgesellschaften die mittelständischen Unternehmen begleiten, wird es das Interesse der Kapitalbeteiligungsgesellschaften sein, nach Ablauf bestimmter Jahre den Exit an der Börse zu suchen, wenn die industrielle Seite nicht in der Lage ist, die Anteile der Kapitalbeteiligungsgesellschaften zu übernehmen. In Großbritannien und Frankreich gibt es wesentlich mehr börsennotierte Aktiengesellschaften als in Deutschland. Hierfür ist in der Vergangenheit auch ausschlaggebend gewesen, daß in den beiden Ländern auch "Zweitbörsen" geschaffen worden sind, also solche, bei denen die Zulassungsvoraussetzungen weniger qualifiziert gewesen sind. In Frankreich ist dies der Second Marché, in Großbritannien der Second Market. In diesen Ländern ist mithin ein breiteres Angebot an mittelständische Unternehmen gegeben, die den organisierten Kapitalmarkt suchen. Auch der deutsche Gesetzgeber hat gehandelt mit dem Börsenzulassungsgesetz von 1987. Mit dieser Gesetzesnovelle wurde der sogenannte "geregelte Markt" als weiteres qualifiziertes Marktsegment eingeführt. Der geregelte Markt paßt sich den Erfordernissen mittelständischer Unternehmen an, die dem strengen Anforderungsprofil der Börse nicht genügen können.

Zusammenfassend läßt sich damit feststellen, daß das Instrumentarium dafür bereit steht, Mittelständler bei ihrem Weg über die Grenze mit Eigenkapital zu begleiten.

Ich komme daher zu dem Ergebnis, daß auf eine Vielzahl mittelständisch strukturierter Unternehmen in dem sich vernetzenden europäischen Markt die Notwendigkeit zukommen wird, sich strategisch europäisch zu dimensionieren und positionieren und daß die Voraussetzungen für die Finanzierung dieses Weges nach "Gesamt-Europa" bei geeigneten Unternehmen gegeben sind.

### **C. Börsennotierte Unternehmen**

Ich habe in das Zentrum meiner bisherigen Darlegungen die mittelständischen Unternehmen gestellt, weil der europäische Markt für sie fundamentale Herausforderungen mit sich bringen wird. Große Unternehmen, insbesondere die europäischen Großindustriunternehmen haben sich bereits auf den europäischen gemeinsamen Markt eingestellt. Für sie ist der europäische Gesamtmarkt vielmehr eine, vielfach wesentliche, Komponente in der Ausrichtung auf den Weltmarkt. Schon aus Zeitgründen kann ich nachfolgend nicht auf interessante Fragestellungen im Zusammenhang mit Großakquisitionen eingehen. So wäre es sehr interessant den Fragen nachzugehen, wie Abwehrstrategien bei Hostile take-over aufgebaut werden können mit einem Quervergleich für die wichtigsten EG-Länder. Allein dieses Thema würde aber einen eigenen Beitrag in dieser Vortragsreihe rechtfertigen. Ich möchte in der Hauptsache ein Thema aufgreifen, das wiederum in dem sich vereinigenden Europa wesentliche Bedeutung hat.

Gemeint ist der Ausschluß des Bezugsrecht der Aktionäre bei einer Kapitalerhöhung. Dieses Thema wird dann virulent, wenn sich etwa eine deutsche Aktiengesellschaft im Rahmen ihrer Europa-Strategie an einem anderen europäischen Großunternehmen beteiligen will gegen Hergabe eigener Aktien.

Der Bezugsrechtsausschluß ist in § 186 Abs. 3, Satz 2 AktG geregelt. Danach bedarf der Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre bei einer Kapitalerhöhung der qualifizierten Mehrheit von mindestens 3/4 des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals. Eine entsprechende Regelung enthält § 203 Abs. 2 AktG für den Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital.

Der Bundesgerichtshof (BGH) hat zu den zwei grundlegenden Entscheidungen zum Bezugsrechtsausschluß Stellung genommen, nämlich der Entscheidung Kali und Salz (BGHZ 71,40) sowie Philip Holzmann (BGHZ 83,319). Das Gericht hat dabei in einer extensiven Auslegung des Gesetzeswortlautes entschieden, daß es für den Ausschluß des Bezugsrechtes nicht genüge, wenn die Hauptversammlung die nötige 3/4-Mehrheit erreiche und der Bezugsrechtsausschluß nicht gegen das Gebot sitten- und treuwidrigen Verhaltens oder das Gebot der Gleichbehandlung vollstoße.

Darüber hinausgehend müsse vielmehr als weiteres "ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal" hinzukommen, daß der Ausschluß des Bezugsrechtes im Interesse der Gesellschaft erforderlich und gegenüber den widerstreitenden Interessen der Aktionäre gerechtfertigt erscheine. An die sachliche Begründung seien um so strengere Anforderungen zu stellen, je schwerer der Eingriff in die mitgliedschaftlich und vermögensrechtliche Stellung der ausgeschlos-

senen Aktionäre wiege. Der BGH hat in der Philipp Holzmann-Entscheidung beispielhaft einige Fälle aufgezählt, in denen der Bezugsrechtsausschluß nach seinem Dafürhalten bei Ausnutzung des genehmigten Kapitals zulässig sein kann. Bei dieser Aufzählung wird auch angesprochen eine angestrebte Geschäftsverbindung mit einem anderen Unternehmen, das die Zusammenarbeit von einer Beteiligung abhängig macht. Damit wäre also der Fall erfaßt, in dem eine deutsche Aktiengesellschaft mit einem Großunternehmen in einem anderen EG-Staat eng zusammenarbeiten will, wobei die Zusammenarbeit von einer Beteiligung abhängig gemacht wird.

Trotz dieses Obiter Dictums besteht aber weiterhin erhebliche Rechtsunsicherheit, weil es nach dem BGH nicht genügen soll, daß der Vorstand - gegebenenfalls auch zusammen mit dem Aufsichtsrat - bei der Entscheidung über den Ausschluß des Bezugsrechts die erforderliche Interessenabwägung vornimmt.

Vielmehr wird die Interessenabwägung bereits bei der Ermächtigung des Vorstandes zum Ausschluß des Bezugsrechtes durch die Hauptversammlung bei der Beschlußfassung über die Schaffung des genehmigten Kapitals für erforderlich gehalten. Eine Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluß auf Vorrat wird für unzulässig erklärt. Es liegt auf der Hand, daß mit dieser strengen Voraussetzung ein schnelles und flexibles Handeln des Vorstandes wesentlich erschwert wird. Wird an dem von dem BGH aufgestellten Erfordernis festgehalten, müßten vielfach Unternehmensstrategien so frühzeitig, jedenfalls in ihren Grundzügen offengelegt werden, daß sie dadurch von vornherein zum Scheitern verurteilt wären.

Damit besteht für die Praxis eine ganz erheblich Rechtsunsicherheit. Bei dieser Sachlage könnte die kürzlich bekanntgewordene Änderung des schweizerischen Aktienrechtes als Anlaß genommen werden, auch die deutschen gesetzlichen Bestimmungen im Rahmen der von der zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie (Art. 29) gezogenen Grenzen zu ändern. Nach der Neufassung des Art. 652b Abs. 2 des schweizerischen Aktienrechtes ist nämlich ein Bezugsrechtsausschluß aus wichtigem Grunde zulässig. Als wichtiger Grund "gilt insbesondere die Übernahme von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen". Diese gesetzliche Regelung in der Schweiz könnte zum Anlaß genommen werden, unser deutsches Aktiengesetz dahin zu ändern, daß über das Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit in der Hauptversammlung hinaus ein wichtiger Grund im Sinne des Gesetzes erforderlich ist, wobei die Übernahme von Unternehmensteilen als ein solcher wichtiger Grund "gilt", rechtstechnisch also als unwiderlegliche Vermutung. Damit wäre der Bezugsrechtsausschluß einerseits nicht nur von der Hauptversammlungsmehrheit abhängig. Andererseits wäre damit aber für die Praxis ein entscheidender Schritt in die richtige Richtung getan, weil die Rechtsprechung ein Bezugsrechtsausschluß in diesen Fällen akzeptieren müßte. Damit wäre auch das Risiko der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen, das wie ein Damoklesschwert über der derzeitigen Praxis schwebt, genommen ("genehmigtes Kapital I./II."). Diese Gesetzesänderung würde einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, die Zusammenarbeit größerer Unternehmen auf europäischer Ebene zu erleichtern, wobei es selbstverständlich eine andere Frage ist, ob es sich aus dem EG-Kartellrecht Einwendungen ergeben werden.

#### **D. Steuerrechtliche Aspekte bei der Unternehmensfinanzierung**

Im wesentlichen läßt sich schlußfolgern, daß Unternehmenskäufe auf nationaler Ebene relativ effizient strukturiert werden können. Im Kontext eines zusammenwachsenden Europas muß das Augenmerk allerdings zunehmend auf grenzüberschreitende Investitionen allgemein und Unternehmensakquisitionen im besonderen gerichtet werden. Hierbei spielt die steuerliche Behandlung von EG-weiten grenzüberschreitenden Kapitaltransfers eine zentrale Rolle.

Die steuerliche Behandlung grenzüberschreitender Unternehmenseinkünfte unterscheidet sich innerhalb der EG gravierend durch unterschiedliche Quellensteuersätze auf grenzüberschreitende Zahlungen von Dividenden, Zinsen und Lizenzgebühren.

Eine bedeutsame Ursache für die Diskriminierung grenzüberschreitender Direktinvestitionen im Vergleich zu reinen Inlandsinvestitionen sind Quellensteuern, die vom Quellenstaat auf grenzüberschreitende Dividendenzahlungen verbundener Unternehmen erhoben werden.

Die in der Mutter-Tochterrichtlinie vorgesehene teilweise Beseitigung dieser Quellensteuern ist somit ein erster wichtiger Schritt zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen bei Auslandsinvestitionen und -beteiligungen.

Die Mutter-Tochter-Richtlinie verbietet die Quellensteuer auf Dividenden, die von einer Konzerntochtergesellschaft an eine mit mindestens 25 % beteiligte Muttergesellschaft ausgeschüttet werden (empfehlenswert wäre hier eine deutliche Herabsetzung dieser Beteiligungsschwelle). Sie fordert ferner, daß diese Dividenden entweder steuerbefreit werden, wenn die Muttergesellschaft sie erhält oder, daß ein Anrechnungsguthaben für die bereits von der Tochtergesellschaft gezahlte Körperschaftsteuer gewährt wird.

Die Richtlinie ist im Wesentlichen seit Januar 1992 umgesetzt, wobei es verschiedene Übergangsregelungen gibt.

Ein weiterer Richtlinienentwurf sieht die Abschaffung der Quellensteuern zwischen EG-Unternehmen auf Zinsen und Lizenzgebühren vor.

Mit der weitgehenden Abschaffung von Quellensteuern auf grenzüberschreitende EG-Konzerneinkünfte werden richtige Konsequenzen zur Ausräumung wettbewerbsverzerrender EG-Besteuerung gezogen.

Darüber hinaus wäre es wünschenswert, die Verrechnung der Verluste von Zweigniederlassungen oder Tochtergesellschaften mit Gewinnen der Muttergesellschaft zuzulassen und darüber hinaus mittelfristig einen vollständigen Verlustausgleich im Konzernbereich auf Gemeinschaftsebene zu ermöglichen.

Weitere Anpassungsprozesse müßten sich auf dem Gebiet der Körperschaftsteuer vollziehen.

Hinsichtlich der Steuerung von Konzerngewinnen auf verschiedenen Fertigungsebenen und der damit verbundenen länderspezifischen Besteuerung

erscheint die Einführung geeigneter Vorschriften oder Verfahren auf dem Gebiet der Verrechnungspreisanpassung sowie Übereinkommen über ein Schiedsverfahren ratsam.

Eine Steuerharmonisierung mit der Zielsetzung einer Angleichung der Körperschaftsteuerkomponente der Kapitalkosten in der Gemeinschaft ist sicherlich ein langfristig erstrebenswertes Ziel; mittelfristig umgesetzt werden sollten jedoch Maßnahmen zur Verringerung der Doppelbesteuerung ausländischer Einkünfte.

Insofern sollte eine Gleichbehandlung von Inlands- und Auslandsdividenden beim jeweils national angewandten Anrechnungs- bzw. Freistellungsverfahren umgesetzt werden.

Im Zusammenhang mit der Minderung der Doppelbesteuerung ausländischer Einkünfte (Mutter-/Tochterrichtlinie) werden die Unterschiede in den körperschaftsteuerlichen Gewinnermittlungsvorschriften und in den Steuersätzen der Mitgliedstaaten einen stärkeren Einfluß auf die Verteilung der Ressourcen gewinnen und somit die Wettbewerbsverzerrungen stärker beeinflussen. Zur Vermeidung eines übermäßigen Steuerwettbewerbs könnte die Einführung eines Mindestkörperschaftsteuersatzes von z. B. 30 % für alle Gesellschaften, dienen unabhängig davon, ob ausgeschüttet oder thesauriert wird.

Des weiteren ist es von Bedeutung - neben einer Anpassung der Körperschaftsteuersätze - die Divergenzen zwischen Handels- und Steuerbilanz zu verringern. Dies hebt auf den Qualifikationskonflikt unterschiedlicher Gewinnermittlungsvorschriften in den Mitgliedstaaten ab. So sollte eine gemeinsame Abschreibungspraxis erarbeitet werden (insbesondere im Zusammenhang mit der Abschreibung immaterieller Wirtschaftsgüter bestehen erhebliche Wettbewerbsverzerrungen).

Die gegenwärtig zum Teil deutlichen Unterschiede in der Belastung der Kapitalkosten legen es natürlich nahe, daß steuerliche Komponenten bei der Standortentscheidung multinationaler Unternehmen ins Kalkül gezogen werden. So ist die Verwendung von Finanzierungsgesellschaften im Ausland letztlich mit ein Instrument, steuerliche Verzerrungen für international tätige Unternehmungen auszugleichen.

Mit dem Außensteuergesetz (1972) und seiner Hinzurechnungsbesteuerung für Einkünfte aus nicht aktiven Gesellschaften in Niedrigsteuerländern hat der Gesetzgeber Grenzen eingezogen, die insbesondere auch die steuerlichen Auswirkungen eines Wohnsitzwechsels Privater in Niedrigsteuerländer begrenzen sollten.

Allerdings hatte das Außensteuergesetz bislang internationales Steuerrecht und die durch Doppelbesteuerung geschaffene Rechtslage respektiert. Auf diese Weise konnten Unternehmen, die das DBA-Schachtelprivileg genossen, etwa von Gesellschaften im International Financial Service Center (Dublin Docks), Coordination Centers in Belgien und "Dutch/Luxembourg/Swiss Sandwich-Lösung" Gebrauch machen.

Solche Gesellschaften betreiben im wesentlichen Konzernfinanzierungen und werden aus freier Liquidität mit Eigenkapital dotiert. Grundsätzliches Prinzip der Finanzierungsstrukturen über solche Gesellschaften ist, daß die Rücklagenbildung der Muttergesellschaft aus Überschüssen der Tochtergesellschaft steuerlich privilegiert ist. So wird eine Finanzierungsgesellschaft in den Dublin-Docks in Irland lediglich mit einer Körperschaftsteuer von 10 % auf ausgeschüttete Gewinne belastet. Diese Dividenden werden bei der Muttergesellschaft in Deutschland bei Thesaurierung nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterworfen. Ähnliches gilt für ein Belgisches Coordination Center, bei dem das steuerpflichtige Einkommen durch einen Aufschlag auf die Kosten des Coordination Centre ermittelt wird. Hierbei bleiben Personalkosten und Finanzierungsaufwendungen außer Betracht. Der Aufschlag richtet sich nach der Bruttogewinnmarge der (Finanzierungs-) Dienstleistungen bzw. beträgt bei reiner Eigenkapitalfinanzierung 5 - 10 % Mindestaufschlag auf die Kosten. Dieses geringe steuerpflichtige Einkommen ist dann Basis der Körperschaftsteuer (43 %). Dies führt hinsichtlich der Körperschaftsteuerkomponente der Kapitalkosten dazu, daß thesaurierte Inlandserträge vor Steuern in der Bundesrepublik mehr als doppelt so hoch sein müßten, um das Eigenkapital in gleicher Weise zu erhöhen.

Mit der Änderung des Außensteuergesetzes durch das Steueränderungsgesetz von 1992 hat der deutsche Gesetzgeber in nationalem Alleingang in das Doppelbesteuerungssystem eingegriffen. Der Bruch mit internationalem Abkommensrecht bezieht sich im wesentlichen auf Beteiligungen von mehr als 10% (also genau dann, wenn die DBA-Schachtelprivileg-Grenze erreicht wäre) an Gesellschaften mit kapitalanlagecharakter in Niedrigsteuerländern, für die ein neuer Hinzurechnungstatbestand geschaffen wurde.

Der Gesetzgeber hat allerdings im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens Beträge aus ausländischen Konzernfinanzierungs- und Holding-Gesellschaften wiederum vom neuen Hinzurechnungstatbestand ausgenommen (§ 10, Abs. 6 AStG). Grenzüberschreitende Finanzierungsstrukturen werden also der Substanz nach, wenn auch in veränderter Form, wie bisher möglich sein.

Als Resümee kann festgehalten werden, daß erste Schritte zu einem Ausgleich von steuerlich bedingten Wettbewerbsverzerrungen in die Wege geleitet wurden. Bei der Umsetzung der hier angerissenen weitergehenden Maßnahmen wird es wesentlich auf die nationalen Interessen ankommen.

## **E. Europaweite Kooperationsstrategien im Corporate Finance**

Ich meine, es ist deutlich geworden, welchen Herausforderungen die Unternehmen und die sie mit Beratungs- und Finanzierungsleistungen begleitenden Banken im vereinten Europa begegnen müssen. Für mein Haus, die Dresdner Bank ist der europäische Binnenmarkt ein Strategischwerpunkt im Corporate Finance wie auch in anderen Bereichen. Wir sind eine der führenden Banken in Europa, nicht zuletzt dank unserer starken Heimatbasis. Diese Marktstellung wollen wir in allen wichtigen Regionen Europas behaupten und ausbauen.

Unser Tätigkeitsgebiet geht schon heute weit über die Oder und das Erzgebirge hinaus. Gerade in den Ländern des ehemaligen Ostblocks müssen wir uns den Herausforderungen der Zukunft stellen. Auch die Europäische Gemeinschaft wird die Fortentwicklung einer "Europäischen Gemeinschaft in Europa" offensiv betreiben müssen. Zwar hat die EG durch die gescheiterte Ratifizierung der Maastrichter Verträge durch Dänemark einen Denkmalsstein erhalten, doch darf uns dieser Rückschlag nicht von der Verfolgung des als richtig erkannten Weges zurückhalten. Dieser Weg muß auch zur Ausweitung der Gemeinschaft auf die EFTA-Staaten und den ehemaligen Ostblock führen, wobei die Politiker - um mit Max Weber zu sprechen - mit Beharrlichkeit und Augenmaß zugleich handeln müssen.